

公司研究/季报点评

2019年11月01日

航天军工/航天军工II

投资评级: 买入 (维持评级)

当前价格(元): 20.52  
合理价格区间(元): 23.08~23.52

**王宗超** 执业证书编号: S0570516100002  
研究员 010-63211166  
wangzongchao@htsc.com

**何亮** 执业证书编号: S0570517110001  
研究员 heliang@htsc.com

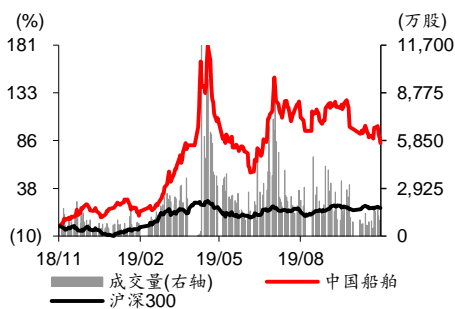
**金榜** 执业证书编号: S0570517070008  
研究员 021-28972092  
jinboxang@htsc.com

**尹会伟** +86 10 56793930  
联系人 yinhuiwei@htsc.com

相关研究

- 1《中国船舶(600150,买入): 拟资产重组, 打造军民船总装平台》2019.03
- 2《\*ST 船舶(600150,买入): 龙头业绩扭亏, 利润持续提升可期》2019.03
- 3《\*ST 船舶(600150,买入): 民船制造龙头, 全年扭亏为盈可期》2018.11

一年内股价走势图



资料来源: Wind

## 业绩持续低迷, 静待资产整合落地

### 中国船舶(600150)

**业绩低于预期, 但考虑到资产重组和两船合并预期, 维持“买入”评级**

公司发布 2019 年三季报, 报告期内实现营业收入 163.47 亿元, 同比增长 45.98%; 实现归母净利润 9632 万元, 同比下降 68.90%, 业绩增长低于预期。预计公司 2019-2021 年 EPS 分别为 0.16 元、0.20 元、0.22 元, 但考虑到南北船合并带来的行业资源整合红利, 以及大股东持续推进资产运作打造军民造船总装平台的预期, 维持“买入”评级。

**三季度业绩低迷, 综合毛利率下降**

2019 年前三季度, 公司实现营业收入 163.47 亿元, 同比增长 45.98%, 公司聚焦主业, 咬紧任务目标, 生产任务完成相对饱满; 营业成本 150.09 亿元, 同比增长 50.27%; 毛利润 13.38 亿元, 同比增长 10.56%, 增长幅度 1.28 亿元。公司业务综合毛利率 8.18%, 相对于去年同期的 10.80%, 下降了 2.62 个百分点, 我们认为主要是由于船舶制造行业持续低迷, 市场竞争激烈及原材料费用上涨等原因所致。

**期间费用率下降, 非经常性损益影响利润表现, 扣非后利润提升**

2019 年前三季度, 公司期间费用总计 12.16 亿元, 同比增长 5.34%, 增长幅度 6164 万元; 期间费用率 7.44%, 同比下降 2.87 个百分点, 经营效率不断提升。2019 年前三季度, 公司投资净收益亏损 831 万元, 较去年同期收益 4.43 亿元, 大幅下降的主要原因是去年同期有 3.67 亿长期股权投资处置收益。资产减值损失 1.04 亿, 同比下降 50.63%, 降幅 1.07 亿元。公司扣非后归母净利润为亏损 6356.14 万元, 相较于去年同期亏损 3.07 亿元, 有大幅改观, 经营质量有所提高。

**民船制造龙头, 拟资产重组注入军船资产, 维持“买入”评级**

根据当前公司经营状况, 实际营收增长高于初始假设, 但实际毛利率低于初始假设, 因此调整了相关假设。我们预计公司 2019-2021 年营业收入分别为 211.75/226.38/261.51 亿元 (调整前为 173.32/185.26/213.18 亿元), 2019-2021 年归母净利润 2.24/2.70/2.90 亿元 (调整前为 6.81/8.66/10.23 亿元), 预计 2019 年公司 BVPS 为 10.99 元。考虑到南北船合并带来的行业资源整合红利, 以及大股东持续推进资产运作打造军民造船总装平台的预期, 按照 2019 年市场平均 2.12 倍 PB 估值均值, 给予 2019 年 2.10-2.14 倍的目标 PB 估值, 对应目标价范围为 23.08-23.52 元, 维持“买入”评级。

风险提示: 民船行业复苏不及预期; 重组方案能否通过审批尚存不确定性。

公司基本资料

总股本 (百万股)	1,378
流通 A 股 (百万股)	1,378
52 周内股价区间 (元)	11.22-31.46
总市值 (百万元)	28,169
总资产 (百万元)	44,288
每股净资产 (元)	10.94

资料来源: 公司公告

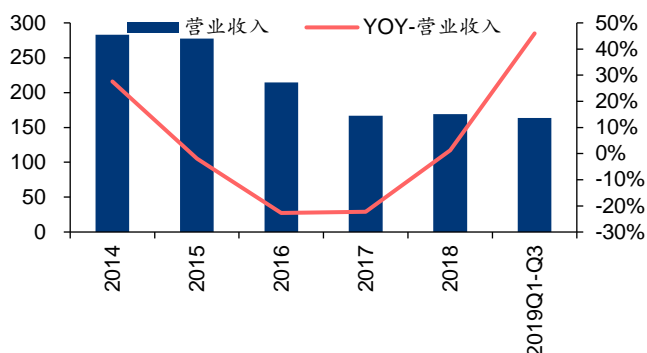
经营预测指标与估值

会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	16,691	16,910	21,175	22,638	26,151
+/-%	(22.21)	1.31	25.22	6.91	15.52
归属母公司净利润 (百万元)	(2,300)	489.21	224.24	269.65	290.40
+/-%	11.68	121.27	(54.16)	20.25	7.70
EPS (元, 最新摊薄)	(1.67)	0.36	0.16	0.20	0.21
PE (倍)	(12.29)	57.81	126.11	104.87	97.38

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

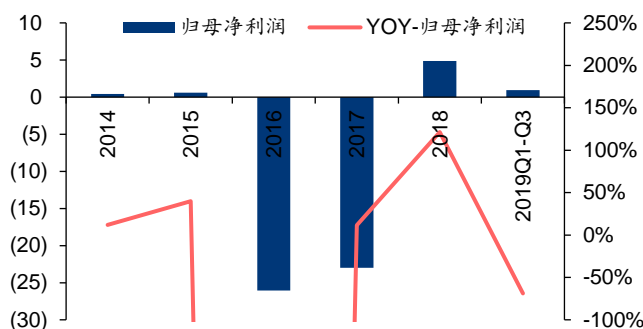
**估值与投资建议**

图表1: 中国船舶历年营业收入及增速 (单位: 亿元)



资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

图表2: 中国船舶历年归母净利润及增速 (单位: 亿元)



资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

中国船舶各分项业务收入以及毛利率情况核心假设:

**1)船舶造修业务方面:** 根据 2019 年前三季度实际经营情况, 公司通过聚焦主业发力任务目标, 船舶造修业务 2019 年实际增速较预期快, 但实际毛利率较预期下滑。考虑到船舶制造的整体市场情况仍然比较低迷, 因此上调 2019 年增速, 2020、2021 维持原有增速假设不变, 预计船舶造修业务 2019-2021 年增长率分别为 35%、7%、7%; 2019 年上游原材料等成本上涨造成毛利下滑, 预计后续业务成本能够维持在现有水平, 因此下调 2019 年毛利率, 2020、2021 维持 2019 年水平, 预计 2019-2021 年毛利率分别为 7.43%、7.43%、7.43%。

**2)动力装备业务方面:** 根据 2019 年前三季度实际经营情况, 公司通过聚焦主业发力任务目标, 动力装备业务 2019 年实际增速较预期快, 但实际毛利率较预期下滑。考虑到船舶制造的整体市场情况仍然比较低迷, 因此上调 2019 年增速, 2020、2021 维持原有增速假设不变, 预计船舶造修业务 2019-2021 年增长率分别为 20%、7%、7%; 2019 年上游原材料等成本上涨造成毛利下滑, 预计后续业务成本能够维持在现有水平, 因此下调 2019 年毛利率, 2020、2021 维持 2019 年水平, 预计 2019-2021 年毛利率分别为 13%、13%、13%。

**3)机电装备业务方面:** 根据 2019 年前三季度实际经营情况, 机电装备业务营收维持原有预期节奏, 但毛利率较预期假设有所下滑。因此维持相关营收增长的假设不变, 下调 2019 年毛利率假设。维持机电装备业务 2019-2021 增长率分别为 5%、7%、7%的原有假设不变; 同时预计后续业务成本能够维持在现有水平, 2019-2021 毛利率分别为 15%、15%、15%。

图表3: 中国船舶各业务营业收入 (百万元) 核心假设

业务分项	项目	2019E		2020E		2021E	
		调整前	调整后	调整前	调整后	调整前	调整后
船舶造修	收入	120.29	154.65	128.71	165.48	137.72	177.06
	YOY	5.00%	35.00%	7.00%	7.00%	7.00%	7.00%
	毛利率	10.50%	7.43%	10.70%	7.43%	10.90%	7.43%
动力装备	收入	42.89	49.02	45.89	52.45	49.10	56.12
	YOY	5.00%	20.00%	7.00%	7.00%	7.00%	7.00%
	毛利率	18.30%	13.00%	18.40%	13.00%	18.50%	13.00%
机电设备	收入	13.55	13.55	14.50	14.50	15.51	15.51
	YOY	5.00%	5.00%	7.00%	7.00%	7.00%	7.00%
	毛利率	19.40%	15.00%	19.40%	15.00%	19.40%	15.00%
总计	收入	173.32	211.75	185.26	226.38	213.18	261.51
	(含以上三个业务分项及YOY)	2.49%	25.22%	6.89%	6.91%	15.07%	15.52%
其他业务和内部抵消)	毛利率	13.68%	9.94%	13.85%	9.92%	13.01%	9.16%

资料来源: 华泰证券研究所

2019年前三季度，公司期间费率总体下滑，其中销售费率略有提升，管理费率下降。同时根据公司过往年份三季度期间费率与全年费率的大致比例关系，我们预计2019-2021期间，公司的销售费率分别为：1%、1%、1%，管理费率分别为5.9%、5.9%、5.9%，财务费率分别为-0.55%、-0.39%、-0.35%。我们预计公司2019-2021年分别实现营业收入211.75亿元、226.38亿元、261.51亿元，分别实现归母净利润2.24亿元、2.70亿元、2.90亿元，对应EPS分别为0.16、0.20和0.21元。

此外，公司2018年有处置长期股权投资产生的投资收益4.27亿元的一次性收益，我们对公司2019年-2021年的业绩假设中仅做120万元、150万元和180万元的过往年份平均水平的假设。

**图表4：中国船舶各费率核心假设**

业务分项	2019E		2020E		2021E	
	调整前	调整后	调整前	调整后	调整前	调整后
销售费率	0.70%	1.00%	0.68%	1.00%	0.65%	1.00%
管理费率	7.70%	5.90%	7.60%	5.90%	7.50%	5.90%
财务费率	-0.60%	-0.55%	-1.16%	-0.39%	-1.57%	-0.35%

资料来源：华泰证券研究所

近年来，全球船舶行业持续低迷、产能过剩情况严重，民用船舶制造行业萎靡不振。受此大环境影响，A股中涉及船舶制造的公司，如中国重工、中船防务等业绩低迷（中船防务Wind一直预期的EPS过高，不具备参考价值）。PE估值失去意义，更适用于PB估值。

2019年10月25日，国务院国资委网站发布消息，经国务院批准，中国船舶工业集团与中国船舶重工集团实施联合重组。两船集团合并，有望增强内部优势互补、减少无效重复竞争、提升经营效率，统筹发挥产业协同效应。同时，自2019年4月以来，中国船舶和中船防务开启资产运作，注入军用船舶制造及相关资产。中船防务的PB估值为2.29，相对于中国重工的1.44而言，因资本运作而享有部分估值溢价。

**图表5：可比上市公司估值情况（数据截止2019年11月1日）**

股票代码	公司名称	收盘价（元）	EPS(2019E)	BVPS	PE (2019E)	PB (2019E)
600685.SH	中船防务	15.54	1.38	6.83	11.35	2.29
601989.SH	中国重工	5.35	0.06	3.68	85.64	1.44
300600.SZ	瑞特股份	10.05	0.41	3.77	23.80	2.64
平均值						2.12

资料来源：Wind，华泰证券研究所

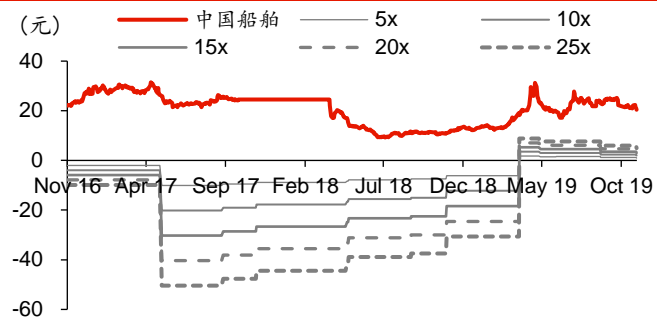
注释1：中船防务Wind一直预期的EPS过高，是因为盈利预测少，个别券商盈利预测过高导致

注释2：中国动力因非船舶总装类公司，且非船民品占据业务比例较高，从可比公司中剔除

注释3：新增瑞特股份，业务结构中军用船舶配套占主导，PB估值具备行业特征

PE/PB – Bands

图表6: 中国船舶历史 PE-Bands



资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表7: 中国船舶历史 PB-Bands



资料来源: Wind、华泰证券研究所

## 盈利预测

### 资产负债表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	32,814	29,471	36,036	36,564	39,766
现金	15,995	14,491	14,491	14,491	14,491
应收账款	1,177	1,626	1,937	2,089	2,423
其他应收账款	121.43	324.30	353.20	358.76	431.86
预付账款	2,534	3,479	4,526	4,840	5,637
存货	9,028	6,744	11,349	11,419	13,181
其他流动资产	3,959	2,807	3,379	3,367	3,601
非流动资产	19,513	15,799	13,172	12,899	12,758
长期投资	1,536	1,344	1,268	1,338	1,316
固定投资	11,316	7,925	7,946	7,735	7,409
无形资产	1,690	1,123	1,082	1,042	1,002
其他非流动资产	4,970	5,408	2,875	2,785	3,032
资产总计	52,327	45,270	49,208	49,463	52,525
流动负债	18,886	17,233	21,178	20,890	23,736
短期借款	2,801	400.00	3,338	1,898	3,140
应付账款	5,211	4,301	6,022	6,503	7,449
其他流动负债	10,875	12,532	11,818	12,489	13,147
非流动负债	18,445	7,418	7,272	7,515	7,421
长期借款	11,852	1,830	1,830	1,830	1,830
其他非流动负债	6,594	5,588	5,441	5,685	5,591
负债合计	37,332	24,651	28,450	28,405	31,157
少数股东权益	2,413	5,524	5,615	5,725	5,844
股本	1,378	1,378	1,378	1,378	1,378
资本公积	4,551	6,573	6,573	6,573	6,573
留存公积	6,630	7,119	7,221	7,445	7,672
归属母公司股东权益	12,582	15,095	15,143	15,334	15,524
负债和股东权益	52,327	45,270	49,208	49,463	52,525

### 现金流量表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金	8,075	2,249	(2,227)	1,696	(853.02)
净利润	(2,544)	606.75	315.61	379.52	408.72
折旧摊销	1,062	836.74	789.98	841.18	888.59
财务费用	1,227	(72.37)	(117.43)	(87.48)	(91.44)
投资损失	12.12	(374.72)	(1.20)	(1.50)	(1.80)
营运资金变动	5,302	1,027	(5,816)	413.22	(2,004)
其他经营现金	3,016	225.42	2,601	151.15	(53.09)
投资活动现金	(1,552)	(105.45)	(308.08)	(445.30)	(405.90)
资本支出	323.86	304.17	348.31	373.89	414.54
长期投资	602.32	(686.04)	(42.24)	53.07	(19.50)
其他投资现金	(625.64)	(487.31)	(2.01)	(18.35)	(10.85)
筹资活动现金	(4,841)	(3,428)	2,536	(1,251)	1,259
短期借款	(2,078)	(2,401)	2,938	(1,440)	1,242
长期借款	(3,751)	(10,022)	0.00	0.00	0.00
普通股增加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	(702.96)	2,023	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	1,691	6,972	(402.57)	189.60	16.73
现金净增加额	1,118	(1,383)	0.00	0.00	0.00

### 利润表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	16,691	16,910	21,175	22,638	26,151
营业成本	13,743	14,657	19,071	20,393	23,754
营业税金及附加	94.34	119.91	150.15	160.52	185.43
营业费用	88.40	121.37	211.75	226.38	261.51
管理费用	1,277	991.91	1,249	1,336	1,543
财务费用	1,227	(72.37)	(117.43)	(87.48)	(91.44)
资产减值损失	2,692	391.86	280.00	220.00	160.00
公允价值变动收益	2.93	(59.91)	(28.98)	(33.97)	(36.63)
投资净收益	(12.12)	374.72	1.20	1.50	1.80
营业利润	(3,054)	632.60	325.24	392.81	423.46
营业外收入	700.23	57.54	59.00	58.51	58.68
营业外支出	130.77	51.41	52.00	51.80	51.87
利润总额	(2,484)	638.73	332.24	399.52	430.27
所得税	59.12	31.98	16.64	20.01	21.55
净利润	(2,544)	606.75	315.61	379.52	408.72
少数股东损益	(243.54)	117.53	91.37	109.87	118.32
归属母公司净利润	(2,300)	489.21	224.24	269.65	290.40
EBITDA	(764.94)	1,397	997.79	1,147	1,221
EPS (元, 基本)	(1.67)	0.36	0.16	0.20	0.21

### 主要财务比率

会计年度 (%)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入	(22.21)	1.31	25.22	6.91	15.52
营业利润	(15.20)	120.71	(48.59)	20.78	7.80
归属母公司净利润	11.68	121.27	(54.16)	20.25	7.70
获利能力 (%)					
毛利率	17.66	13.32	9.94	9.92	9.16
净利率	(13.78)	2.89	1.06	1.19	1.11
ROE	(18.28)	3.24	1.48	1.76	1.87
ROIC	(12.24)	5.29	1.37	2.15	2.16
偿债能力					
资产负债率 (%)	71.34	54.45	57.82	57.43	59.32
净负债比率 (%)	50.07	26.22	31.81	27.30	28.83
流动比率	1.74	1.71	1.70	1.75	1.68
速动比率	1.17	1.24	1.06	1.10	1.01
营运能力					
总资产周转率	0.31	0.35	0.45	0.46	0.51
应收账款周转率	12.29	10.87	10.90	10.13	10.51
应付账款周转率	2.83	3.08	3.70	3.26	3.41
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	(1.67)	0.36	0.16	0.20	0.21
每股经营现金流(最新摊薄)	5.86	1.63	(1.62)	1.23	(0.62)
每股净资产(最新摊薄)	9.13	10.95	10.99	11.13	11.26
估值比率					
PE (倍)	(12.29)	57.81	126.11	104.87	97.38
PB (倍)	2.25	1.87	1.87	1.84	1.82
EV_EBITDA (倍)	(27.03)	14.80	20.72	18.03	16.94

资料来源:公司公告,华泰证券研究所预测



## 免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J。

全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：A0K809

©版权所有 2019 年华泰证券股份有限公司

## 评级说明

### 行业评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

### 公司评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20% 以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在 -5%~5% 之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20% 以上

## 华泰证券研究

### 南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 深圳

深圳市福田区益田路 5999 号基金大厦 10 楼/邮政编码：518017

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层  
 邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com